تحليل الأسواق المالية

سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية
العدد السابع والعشرون - مارس/آذار 2004 - السنة الثالثة

تقديم

إن إتاحة أكبر قدر من المعلومات والمعارف لأوسع شريحة من أفراد المجتمع، يعتبر شرطا أساسياً لجعل التنمية قضية وطنية يشارك فيها كافة أفراد وشرائح المجتمع وليس الدولة أو النخبة فقط. وكذلك لجعلها نشاطاً قائماً على المشاركة والشفافية وخاضعاً للتقييم وللمساءلة.

وتأتي سلسلة ***"جسر التنمية "*** في سياق حرص المعهد العربي للتخطيط بالكويت على توفير مادة مبسطة قدر المستطاع للقضايا المتعلقة بسياسات التنمية ونظرياتها وأدوات تحليلها بما يساعد على توسيع دائرة المشاركين في الحوار الواجب إثارته حول تلك القضايا حيث يرى المعهد أن المشاركة في وضع خطط التنمية وتنفيذها وتقييمها من قبل القطاع الخاص وهيئات المجتمع المدني المختلفة، تلعب دوراً مهماً في بلورة نموذج ومنهج عربي للتنمية يستند إلى خصوصية الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والمؤسسية العربية، مع الاستفادة دائماً من التوجهات الدولية وتجارب الآخرين.

والله الموفق لما فيه التقدم والازدهار لأمتنا العربية،،،

د. عيسى محمد الغزالي
مدير عام المعهد العربي للتخطيط بالكويت

المحتويات

تحليل الأسواق المالية

إعداد: أ. حسان خضر

مقدمة:

أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده. وتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد ثلاثة عناصر لأسواق المال والمكونة من سوق النقود الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي، وسوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين، وسوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول.

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم ولاسيما في الدول الرأسمالية. وجاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية. وقد ظهرت اول بورصة للأوراق المالية في فرنسا عام 1724، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه (Royal Exchange)، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة للأسهم عام 1821 وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو وول ستريت.

تتكون أسواق المال من سوق النقود وسوق رأس المال وسوق الأوراق المالية، وتعنى الاخيرة بطرح وتداول الاسهم والسندات وغيرها.

أولاً - تعريف الأوراق المالية وتصنيفها:

تجدر الاشارة بداية إلى ان سوق الأوراق المالية هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يمكنهم اتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والشركات العاملة في هذا المجال، إما داخل السوق أو خارجها باستخدام شبكات ووسائل الاتصال. وتقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولية أو سوق الإصدار حيث يكون البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي، وسوق ثانوية وهي السوق التي يتم فيها تداول الأسهم والسندات التي

سبق إصدارها. وتقسم السوق الثانوية إلى أربعة أسواق، الاولى تتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنظمة، والثانية تشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل بالأوراق المالية، وسوق ثالثة تتكون من بيوت السمسرة غير الاعضاء في الاسواق المنظمة لكن لها الحق في التعامل بالاوراق المسجلة في تلك الاسواق، وسوق رابعة يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى ويكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

اما الأوراق المالية فتعرف بأنها الأسهم والسندات التي تقوم الشركات ومنشآت الأعمال والحكومات والمؤسسات الحكومية بإصدارها، وتعتبر صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معاً. بمعنى آخر، تمثل الأوراق المالية مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر. وتشمل تلك الأوراق أسهم وسندات الشركات المساهمة، أسهم الشركات العامة، أذون الخزانة، السندات الحكومية طويلة الأجل وغيرها.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق، من حيث ماهيتها أو من حيث استحقاقها، أو من حيث الأسواق التي يتم فيها التداول. فمن حيث ماهيتها يمكن تصنيفها إلى أوراق مالية تمثل ملكية (الأسهم العادية)، وأوراق مالية تمثل مديونية (السندات أو ما شابهها). وهنالك الأسهم الممتازة التي تعتبر هجيناً (Hybrid Securities) من الأسهم العادية والسندات، وإن كانت تصنف غالباً ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية. كما يمكن تصنيفها من حيث تاريخ استحقاقها أي قصيرة الأجل، متوسطة الأجل وطويلة الأجل.

وهناك تصنيف آخر للأوراق المالية على أساس السوق حيث يتم التعامل بهذه الأوراق وهي: أسواق النقود وأسواق رأس المال، وهي التي تمثل أسواق الأوراق المالية. ومن بين أدوات سوق النقود نذكر، أذون الخزانة الحكومية، الأوراق التجارية التي تصدرها الشركات التجارية غير المالية، شهادات الإيداع القابلة للتداول، والحوالات المصرفية المقبولة. وعادة ما تكون هذه الأوراق ذات آجال قصيرة ويتم التداول فيها من خلال السماسرة والبنوك التجارية وأيضاً من خلال الجهات الحكومية. أما في أسواق رأس المال فتقوم الشركات بالحصول على التمويل طويل الأجل الذي تحتاجه من خلال طرح أسهم وسندات بما يسهم بالتالي في زيادة الاستثمار الإنتاجي والنمو الاقتصادي وفي تحقيق توزيع ملكية الشركات وإعادة تخصيص الموارد المالية بين مختلف الشركات والقطاعات.

الأسواق المنظمة وغير المنظمة

تشتمل السوق الثانوية على نوعين من الأسواق هما:

* **السوق المنظمة:** تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع أو الشراء (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة في تلك السوق.

* **السوق غير المنظمة:** يستخدم هذا الاصطلاح للدلالة على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، حيث لا يوجد مكان محدد للتداول. ويقوم بالتعامل بيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

ثانياً ـ أنواع الأوراق المالية:

1 . الأوراق المالية المتداولة بأسواق النقد:

تتميز هذه الأوراق بآجالها القصيرة، وتعد المؤسسات الحكومية والشركات الكبيرة المصدر الأساسي لها. وفيما يلي أكثر تلك الأوراق تداولاً:

- **أذون الخزانة:** هي أوراق مالية تصدرها الحكومة ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد وتصدر بتواريخ استحقاق مختلفة عادة ما تكون 91 يوماً أو 182 يوماً. وتباع هذه الأوراق بخصم، أي أنه لا يتم دفع الفائدة للمستثمر بل يتم تحديد السعر بناء على مقدار الخصم.

- **الأوراق التجارية:** هي وعد غير مؤكد بالدفع تصدرها الشركات المعروفة والتي تتمتع بوضع مالي جيد. ويقوم المقرضون أو المستثمرون بشراء تلك الأوراق. وعادة ما يتراوح استحقاقها ما بين عدة أيام و 270 يوماً كما أنها تباع بخصم.

- **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي عبارة عن إيصال تطرحه البنوك يثبت أن حامله قد أودع مبلغاً معيناً ولمدة محددة وبفائدة معلومة. ويمكن لحامل تلك الشهادات إما الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها أو بيعها في السوق الثانوية.

- **القبولات المصرفية:** ظهرت هذه الورقة في الأساس لخدمة حركة التجارة الدولية، وهي أمر بالدفع مسحوب على بنك من طرف عميل، حيث يقبل البنك دفع مبلغ معين في تاريخ محدد. والقبولات المصرفية قابلة للتداول في سوق النقد حيث يمكن لحاملها بيعها بخصم.

بعض المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية

أ. حجم سوق الأوراق المالية:
- الرسملة السوقية: وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي للدولة.
- عدد الشركات المدرجة: وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.

ب. السيولة:
- نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي.
- الدوران : نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق.

ج. تقلبات العوائد: ويمكن قياسها باستخدام معامل الاختلاف (Coefficient of Variation) الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة معينة، أو يقاس باستخدام الانحراف المعياري (Standard Deviation).

د. درجة التركز: وتحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

2 . الأوراق المالية المتداولة بأسواق رأس المال:

تستطيع الشركات في سوق رأس المال الحصول على التمويل طويل الأجل الذي تحتاجه من خلال طرح أسهم وسندات. وتعتبر المخاطرة عاملاً هاماً في هذه السوق على عكس الأوراق في سوق النقد. ومن تلك الأوراق:

- **الأسهم:** تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتوسيع انشطتها الاستثمارية. ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق إما للحصول على سيولة نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم. ويمكن التمييز بين شكلين للأسهم، الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

- **سندات الشركات:** هي أدوات ديون تطرحها الشركات في السوق المالية لآجال طويلة تتراوح عادة ما بين 5 سنوات و 30 سنة وتعتبرها شركات الأعمال مصدرا أساسيا للتمويل طويل الأجل. وتختلف تلك السندات فيما بينها من حيث قابليتها للاستدعاء ومن حيث الضمانات المقدمة وكذلك من حيث اختلاف درجة مخاطرها.

السوق الكفؤة هي التي تحقق التخصيص الامثل للموارد ويتطلب ذلك توافر كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

ثالثاً ـ مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما. وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.

ويوجد نوعين من المؤشرات، الأول المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد أند بور (S & P 500) . وهنالك مؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة.

1 . أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية:

اذا كان نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، واذا اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة. كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير بفترة زمنية.

وعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فيطلق على سوق رأس المال السوق الصعودية (Bull Market)، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فيطلق عليها السوق النزولية (Bear Market). وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي أنه عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوف تأخذ منحنى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود (Bullish)، أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط فيوصف حينئذ بالمضارب على الهبوط (Bearish).

ويطلق على السوق بأنها صعودية عندما يزيد معدل العائد الذي تحققه- وفقاً للمؤشر- على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر (Riskless Security) والذي عادة ما يقصد به معدل العائد على السندات الحكومية لمدة سنة واحدة. اما السوق النزولية فهي حين يكون معدل العائد الذي تحققه السوق وفقاً للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

2 . استخدامات المؤشر:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية، فضلاً عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو للتنبؤ بما ستكون عليه مستقبلاً، استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال. وفي طليعة تلك الاستخدامات إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة المحافظ في المؤسسات الاستثمارية المتخصصة. كما يمكن استخدام المؤشرات لوضع تصور لحالة السوق في المستقبل إلى جانب استخدامها لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية.

تقيس مؤشرات اسواق الأوراق المالية مستوى الأسعار بالاستناد على عينة من الأسهم يتم اختيارها بطريقة تعكس حالة السوق.

3 . بناء المؤشرات

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس هي: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر.

أ. ملائمة العينة:

تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم والاتساع والمصدر. فبالنسبة للحجم، فإن القاعدة العامة هي انه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق. أما الاتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق. أما المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية.

ب . الأوزان النسبية:

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي. الاول هو الوزن على أساس السعر، أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. الثاني هو مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، واخيرا مدخل القيمة أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

ج . إجراءات حساب قيمة المؤشر:

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر. فهنالك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي)، ومجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر.

رابعاً ـ كفاءة أسواق الأوراق المالية:

1 . مفهوم كفاءة السوق:

وفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم

في الشركة المصدرة للسهم. وتتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت ايجابية ام لا. وفي سوق تمتاز بالكفاءة، يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها تبثها وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة، والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسملة الأرباح ورقم الأعمال وغيرها.

ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفؤة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً.

2 . الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

السوق الكفؤة هي السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر عاكساً بذلك ما تحمله المعلومات، على أن تكون تلك المعلومات متاحة للجميع.

هذا المفهوم لكفاءة السوق يسمى بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر الشروط التالية:

- إتاحة المعلومات عن السوق للجميع وفي ذات اللحظة ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها، بما في ذلك حق المستثمر في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف سلوك المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استثمار ثرواتهم.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإن يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تظهر آثارها على أسعار الأسهم. وهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.

تتتميز الأوراق المالية المتداولة بأسواق النقد بآجالها القصيرة وتصدرها عادة المؤسسات الحكومية والشركات الكبيرة.

3. متطلبات كفاءة سوق رأس المال:
إن السوق الكفؤة هي التي تحقق تخصيصاً كفأً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. ولكي يتحقق هذا الهدف، ينبغي أن تتوافر فيها سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

يقصد بكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية، سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.

أما كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق، فرصة لتحقيق هامش ربح كبير. وبذلك فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

4 . الصيغ المختلفة لكفاءة السوق:
تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات هي: فرضية الصيغة الضعيفة وفرضية الصيغة المتوسطة وفرضية الصيغة القوية.

- **الصيغة الضعيفة**: أن تكون المعلومات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار.

- **الصيغة المتوسطة:** أن تعكس الأسعار الحالية إضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار كل المعلومات المعروفة والمتاحة حول الشركات مثل الأرباح، وتوزيعات الأرباح، المنتجات الجديدة والتغيرات في أنظمة المحاسبة.

- **الصيغة القوية:** أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية.

تساهم أسواق الأوراق المالية في حشد رؤوس الاموال الخاملة لتمويل للمشروعات، وكذلك في خلق قنوات سليمة للاستثمار.

خامساً ـ دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي:

وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات

والشركات. وتعمل تلك الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب والعرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات. وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية في الدول التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية.

فالأسواق المالية تستمد أهميتها من وجودها ومن دورها المتعدد الأوجه، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به.

وتلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. فضلاً عن ذلك، تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيعها ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

وتوفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخيل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين. كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. وتمثل أسواق الأوراق المالية حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار هذه الاسهم.

وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق اهدافها في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

- توفير الحافز للمستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.

- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.

- رفع درجة الوعي بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويل صغار المدخرين إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.

إلى جانب ذلك، فإن أسواق رأس المال تساعد في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي. وتعمل أسواق رأس المال في موازاة ذلك على

تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.

سادساً - دور الأسواق المالية في الخصخصة:

عمدت كثير من الدول إلى انتهاج سياسات الإصلاح الاقتصادي، وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق. وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد. ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية، قيام تلك الدول بتصفية القطاع العام ببيعه أو تحويل إدارة منشآته إلى القطاع الخاص وهو ما يعرف بالخصخصة.

ولكن، إن عملية بيع القطاع العام أو تخصيصه يعتريها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع. ومن هنا تأتي أهمية أسواق الأوراق المالية، حيث أن العلاقة وثيقة بين تصفية القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً هاماً في إتمام عملية الخصخصة بنجاح، كما تسهم برامج الخصخصة في توسيع وتعميق هذه الاسواق.

وتبرز أهمية أسواق المال، بصورة أساسية عند تبني سياسة الخصخصة وتحويل المشروعات العامة نحو القطاع الخاص. وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بان البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة وكبيرة بما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمشروعات المراد خصخصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توافر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها.

ومن هنا، تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً هاماً في إتمام عملية الخصخصة بنجاح، حيث العلاقة بينهما علاقة وطيدة. فسوق الأوراق المالية تزدهر وتتوسع وتتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا الخصخصة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل عملية التخصيص.

ويكمن دور سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة في العمليات التالية: الإفصاح المالي، تقييم الأصول، الاكتتاب والتداول. ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية خصخصة المشروعات العامة ما يلي:

- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المستثمرين.
- إبعاد الشبهة والريبة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.

- تقليل التدخل السياسي في عملية اتخاذ القرار داخل المنشأة بما يؤدي بالتالي إلى رفع مستوى الكفاءة وتطوير أداء المنشأة.
- إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة الاجتماعية.

سابعاً - أسواق الأوراق المالية العربية:

اتخذت العديد من الدول العربية خلال الأعوام الأخيرة سلسلة من الإجراءات والسياسات الرامية إلى تطوير الأسواق المالية المحلية. واستهدفت تلك السياسات بشكل أساسي تحسين مناخ الاستثمار، تصحيح الإطار التشريعي لنشاط تلك الأسواق بالإضافة إلى استصدار قوانين شاملة ذات أهمية منسجمة ومشابهة لتلك المعمول بها في دول أخرى. وقد تمثلت أهداف تلك السياسات في حشد المدخرات المحلية وتوجيهها للاستفادة من فرص الاستثمار بالأسهم والسندات في كل من القطاع العام والقطاع الخاص، وتيسير عملية التمويل للمشاريع الجديدة، فضلاً عن توسيع رقعة ملكية الشركات المساهمة من خلال التوزيع العريض لتملك وتداول الأسهم بين الجمهور.

ولكن على الرغم من ذلك، فإن معظم الدول العربية لم تتمكن بعد من تحقيق الأهداف المرجوة من تطوير أسواق رأس المال لديها بحيث ما زالت تعاني من مشاكل عدم الاستقرار في نوعية الاستراتيجية التنموية المتبعة والحاجة إلى تطوير هياكلها الاقتصادية والاستثمارية وأطرها القانونية والتشريعية المعمول بها.

رغم تطور اسواق الاوراق المالية في عدة دول عربية، إلا أنها لا زالت تعاني من صغر الحجم وضعف التنظيم ولا تعبر عن القدرات الكامنة.

وتعتبر أسواق الأوراق المالية في الكثير من الدول العربية حديثة في حد ذاتها، وحتى الأسواق العربية التي يرجع تاريخ إنشائها لفترة ما قبل الاستقلال (تونس، مصر، والمغرب) لم يبرز دورها إلى حيز الوجود ويتخذ المكانة المنوطة به ضمن النظم المالية المحلية إلا مؤخراً. وعلى الرغم من أن الوعي بفرص الاستثمار في الأوراق المالية آخذ بالتطور التدريجي في كافة الدول العربية إلا أنه لم يتبلور بعد في شكل قاعدة متنامية وواعية وملتزمة من المستثمرين إلا في قلة من الدول.

هذا، وتعد أسواق الأوراق المالية العربية صغيرة للغاية مقارنة بما هو عليه الحال في بقية دول العالم ولا تتمتع بالعمق والكفاءة والتنظيم بشكل يؤهلها لأن تنافس الأسواق الإقليمية الأخرى أو الدولية في جذب الاستثمارات. كما أن حجم نشاط التداول والقيمة الرأسمالية في معظم الأسواق المالية العربية لا تعبر عن القدرات الكامنة التي يمكن أن تحققها هذه الأسواق، خاصة بالنسبة للدول التي تنفذ برامج تصحيح اقتصادي شاملة للسياسات المالية وتخصيص شركات القطاع العام.

بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية

(الربع الثالث 2001)

السوق	رسملة السوق- القيمة السوقية الإجمالية (مليون دولار أمريكي) (نهاية الفترة)	الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية (النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)	أحجام التداول (مليون دولار أمريكي) (شهرياً)	عدد الشركات المدرجة	متوسط رسملة الشركة الواحدة (مليون دولار أمريكي)
الأردن	5697.55	3.78	114.95	163	34.95
البحرين	6384.23	4.24	15.73	41	155.72
السعودية	69620.90	46.19	2840.07	76	916.06
الكويت	26682.46	17.70	1271.06	86	310.26
المغرب	9165.36	6.08	123.97	55	166.64
تونس	2324.98	1.54	18.94	45	51.66
عُمان	3201.77	2.12	18.24	126	25.41
لبنان	1120.38	0.74	1.83	13	86.18
مصر	26528.17	17.60	706.36	1082	24.52
المجموع	150725.80	100.00	5111.15	1687	89.34

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، إصدارات متعددة.

مراجع مختارة بالعربية

السقا، محمد (2000)، دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي وفي الخصخصة، محاضرات قدمت في برنامج "تحليل أسواق الأوراق المالية"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.

النجار، سعيد (تحرير) (1994)، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي- أبوظبي، دولة الإمارات العربية المتحدة.

حنفي، عبدالغفار (1995)، البورصات، أسهم- سندات- صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، القاهرة.

__________ وقرياقص، رسمية (1999)، الأسواق والمؤسسات المالية، البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية- القاهرة.

دهال، رياض (1999)، وقائع ورشة العمل حول "أسواق الأوراق المالية العربية: الاتجاهات الحديثة والأداء"، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، المجلد الثاني، العدد الأول، ديسمبر 1999.

غرفة تجارة وصناعة قطر (1996)، ندوة توجهات وآفاق الخصخصة بدولة قطر التي عقدت بتاريخ 6-7 إبريل 1996 بمدينة الدوحة- قطر.

هندي، منير إبراهيم (1993)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية- القاهرة.

صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، إصدارات متعددة. أبوظبي- دولة الإمارات العربية المتحدة.

مراجع مختارة بالانكليزية

Dahel, R. (ed.) (2000), Arab Stock Markets: Recent Trends and Performance, The Arab Planning Institute, Kuwait.

Demirguc- Kunt, A. and Levine, R. (1995), Stock Market Development and Financial Intermediaries, The World Bank, Washington, D.C.

Ghani, E. (1992), How Financial Markets Affect Long-Run Growth, Working Paper No. 843, Eastern Africa Department, The World Bank, Washington, DC.

Park, K. K. H. and Van Agtmael, A. W. (ed.) (1993), The World's Emerging Stock Markets, IRWIN, Professional Publishing, Chicago.

Powell, E. T. (1966), The Evolution of Money Market, Frank Grass Co. Ltd., London.

Stapley, N. F. (1984), The Stock Market: A Guide for the Private Investor, 2nd ed., Woodhead – Faulkner, Cambridge, England.

Victor Morgan, E. and Thomas, W. A. (1962), The Stock Exchange: Its History and Function, Elek Book, Great James Street, London.

قائمة إصدارات جسر التنمية

العنوان	المؤلف	رقم العدد
الأعداد الصادرة:		
مفهوم التنمية	د. محمد عدنان وديع	الأول
مؤشرات التنمية	د. محمد عدنان وديع	الثاني
السياسات الصناعية	د. أحمد الكواز	الثالث
الفقر: مؤشرات القياس والسياسات	د. علي عبد القادر علي	الرابع
الموارد الطبيعية واقتصادات نفاذها	أ. صالح العصفور	الخامس
استهداف التضخم والسياسة النقدية	د. ناجي التوني	السادس
طرق المعاينة	أ. حسن الحاج	السابع
مؤشرات الأرقام القياسية	د. مصطفى بابكر	الثامن
تنمية المشاريع الصغيرة	أ. حسان خضر	التاسع
جداول المدخلات المخرجات	د. أحمد الكواز	العاشر
نظام الحسابات القومية	د. أحمد الكواز	الحادي عشر
إدارة المشاريع	أ. جمال حامد	الثاني عشر
الاصلاح الضريبي	د. ناجي التوني	الثالث عشر
أساليب التنبؤ	أ. جمال حامد	الرابع عشر
الأدوات المالية	د. رياض دهال	الخامس عشر
مؤشرات سوق العمل	أ. حسن الحاج	السادس عشر
الإصلاح المصرفي	د.ناجي التوني	السابع عشر
خصخصة البنية التحتية	أ.حسان خضر	الثامن عشر
الأرقام القياسية	أ.صالح العصفور	التاسع عشر
التحليل الكمي	أ.جمال حامد	العشرون
السياسات الزراعية	أ.صالح العصفور	الواحد والعشرون
اقتصاديات الصحة	د.علي عبد القادر علي	الثاني والعشرون
أسعار الصرف	د.بلقاسم العباس	الثالث والعشرون
القدرة التنافسية وقياسها	د.محمد عدنان وديع	الرابع والعشرون
السياسات البيئية	د.مصطفى بابكر	الخامس والعشرون
اقتصاديات البيئة	أ. حسن الحاج	السادس والعشرون
تحليل الأسواق المالية	**أ. حسان خضر**	**السابع والعشرون**
الأعداد المقبلة:		
سياسات التنظيم والمنافسة	د. مصطفى بابكر	الثامن والعشرون

*** للاطلاع على الأعداد السابقة يمكنكم الرجوع إلى العنوان الإلكتروني التالي :**
http://www.arab-api.org/develop_1.htm